

**Université d'été de l'Asset Management 2015**  
organisée par **Convictions AM** en collaboration avec  
la **House of Finance** et **Morningstar**  
avec le soutien de l'**Af2i**,  
le 27 août 2015

« **Les nouvelles frontières de la liquidité des marchés impactent la gestion d'actifs** »



Quelles sont les « Nouvelles frontières de la liquidité des marchés » ? La thématique retenue pour la 2ème Université d'été de l'Asset management (UEAM), organisée à l'Université Paris-Dauphine le 27 août 2015 par Convictions AM en collaboration avec la House of Finance et Morningstar et le soutien de l'Af2i, est un sujet de fonds qui s'inscrit dans la durée. A cette occasion un chercheur académique, des professionnels, des investisseurs, des associations professionnels et le régulateur ont développé leurs analyses sur les enjeux de la liquidité.

## Une définition de la liquidité

En guise de préambule, Fabrice Riva, Professeur à l'Université Paris-Dauphine, s'est attaché à rappeler quelques acquis de la recherche académique sur la liquidité, à commencer par une définition : un titre est jugé liquide s'il est possible de réaliser à tout moment des transactions sur un nombre important de titres sans préjudice au niveau du prix de transaction et si toute déviation de prix occasionnée par un choc de volume est rapidement corrigée. « On voit que la liquidité est un concept multidimensionnel, recouvrant les notions d'immédiateté, de profondeur de marché et de résilience », résume Fabrice Riva. « Les contreparties susceptibles d'offrir l'immédiateté de la transaction vont la faire payer sous forme d'une fourchette de prix plus ou moins large dans le carnet d'ordre. De là découle la prime de liquidité, la rentabilité espérée exigée par l'investisseur étant d'autant plus importante que le coût d'un aller-retour sur un actif sera élevé. » Si l'on sait que la liquidité globale du marché fluctue, la recherche montre aussi que certains titres sont plus sensibles que d'autres à la dégradation de la liquidité générale. « L'évaluation de la prime de liquidité reste une question complexe, mais doit être prise en compte par les asset managers, dans la politique d'exécution des ordres comme dans l'analyse de la décote d'une valeur, dont une partie peut n'être que la conséquence de cette prime », conclut Fabrice Riva.

## L'action paradoxale des banques centrales et des régulateurs sur la liquidité des actifs

Jamais les banques centrales n'ont injecté aussi massivement des liquidités sur les marchés financiers. Pour autant, cela n'a pas eu pour effet d'améliorer la liquidité effective des instruments financiers, bien au contraire. « Il faut un acheteur et un vendeur au même moment pour qu'un titre soit liquide. Or, après la crise financière de 2007, les banquiers centraux ont voulu rassurer en offrant aux marchés un futur prévisible, favorisant un comportement uniforme des investisseurs », a ainsi souligné Marie-Anne Allier, responsable du département Euro Fixed Income d'Amundi. Mais pour Dominique Ceolin, PDG d'ABC Arbitrage, d'autres « dommages collatéraux » de l'action des banquiers centraux sont plus durables. « En tant qu'arbitragistes, nous avons constaté dès novembre 2011 un changement de comportement des investisseurs consécutif à l'intervention annoncée de la BCE sur le marché. Cela a affecté notre capacité à apporter de la liquidité au marché, ce service apparaissant subitement trop coûteux aux investisseurs », a-t-il déclaré lors de l'UEAM. L'arsenal réglementaire post-2008 et la fiscalité ont aussi pesé sur la liquidité. « Le coût réglementaire et fiscal a quasiment décuplé en 10 ans pour les arbitragistes, tandis que de nombreux acteurs bancaires ont interrompu le financement de certaines activités qui apportaient de la liquidité, devenue trop coûteuse en raison des normes prudentielles imposées par Bâle III, a ainsi rappelé Dominique Ceolin. On peut voir dans l'élargissement de certains spreads achat-vente une conséquence directe de ces changements. »

## Pour les investisseurs institutionnels, illiquidité rime aussi avec opportunité

La liquidité n'est pas nécessairement le problème numéro un des institutionnels français, contrairement à la baisse des rendements. Voilà le message de Jean Eyraud, Président de l'Af2i. Il appuie son affirmation sur les résultats de la dernière Enquête annuelle Af2i ; réalisée auprès de 65 de ses adhérents, investisseurs institutionnels français, qui gèrent quelques 2000 milliards d'euros. « Le portefeuille moyen est constitué à 72 % d'obligations, essentiellement d'Etat et investment grade, et à 10 % d'actions, a souligné Jean Eyraud. Les actifs peu ou pas liquides (prêts ou placements privés, infrastructures, capital

investissement) sont, excepté l'immobilier physique ou papier, relativement marginaux. « Les obligations high yield, dont la liquidité fait débat chez certains, sont stables et ne représentent qu'en moyenne 2,5 % des portefeuilles obligataires. Seuls les papiers non notés ont progressé fortement chez certains. »

Non seulement le manque de liquidité des marchés n'inquiète pas outre mesure les institutionnels, mais certains y voient aussi une source d'opportunités. C'est le cas par exemple du réassureur SCOR. « Notre passif se caractérise notamment par ce que l'on nomme l'inversion du cycle de production : l'encaissement des primes d'assurance en amont, sans options de rachat par les clients, les décaissements n'ayant lieu qu'en cas de sinistre », a rappelé François de Varenne, président de SCOR Global Investments. Cet acteur global gère de manière différenciée ses portefeuilles en fonction de la devise de référence. « Sur la partie euro, ne trouvant pas satisfaction sur les classes d'actif traditionnels, nous avons réservé une part importante aux prêts bancaires, qui atteignent aujourd'hui environ 8 % du portefeuille. Nous nous concentrons sur les leveraged loans, la dette d'infrastructures et la dette immobilière », a détaillé François de Varenne. Pour sélectionner ses actifs une équipe interne d'une douzaine de personnes a été recrutée. « Nous assumons le fait qu'il s'agit d'actifs illiquides, qui seront probablement détenus jusqu'à maturité. »

L'approche de Malakoff Médéric (épargne retraite collective, santé, prévoyance) n'est pas identique à celle de la Scor mais a conduit à des solutions similaires. Depuis la crise de 2011, le groupe a formalisé le suivi de la liquidité de ses placements, alors que rien ne figurait dans les normes imposées par Solvabilité II. Des indicateurs de liquidité propres à chaque classe d'actifs ont été mis en place et la gouvernance a validé les limites d'investissement autorisées, sur la base de ces indicateurs. « Ce suivi est nécessaire mais nos passifs parfois très longs, notamment en retraite collective, nous ont incité à capturer la prime d'illiquidité d'actifs, tels que l'immobilier et les infrastructures a rappelé Karim Bancourt, Responsable du pilotage financier à la Direction des Investissements du groupe Malakoff Médéric. « Les rendements actuels des emprunts d'état de 1ère qualité, ne suffisent plus, à l'heure actuelle, à couvrir certains de nos engagements longs, nous avons donc diminué le poids des obligations souveraines pour privilégier les infrastructures (en formats de dette ou en fonds propres), le non coté ainsi que l'immobilier. Pour mener à bien cette stratégie de diversification, nous avons choisi deux options : recruter des compétences et s'entourer d'Asset managers conseils spécialisés, en restant vigilants sur la qualité des dossiers présentés ainsi que sur les rendements promis. »

## **La liquidité des fonds UCITS : réalité ou trompe l'œil ?**

Si les investisseurs professionnels appréhendent facilement la problématique de liquidité, le cas des particuliers est plus délicat. « Lorsqu'on leur vend des fonds, il y a souvent une promesse de liquidité quotidienne, mais le thème est, de fait, rarement abordé » a tenu à rappeler Jean-Pierre Corbel, Président de Corbel Conseil. En tant que distributeur, on me demande d'évaluer le niveau de risque accepté par le client, mais le risque extrême est toujours minoré. Or, c'est bien ce genre de situation qui peut assécher brutalement la liquidité. » a-t-il ajouté.

Tout comme la volatilité, la liquidité des actifs a été marquée ces dernières années par une grande irrégularité. « La dette émergente, prisée très en 2012, avant de subir des retraits massifs en 2013, un retour en grâce en 2014 puis de nouveau des sorties très importantes en 2015, témoigne dans la période récente de déplacements de liquidité tels qu'on en avait jamais vu dans l'histoire », a souligné Jean-François Bay, Directeur Général de Morningstar. Malgré la collecte nette des OPCVM européens s'est élevé à 255 milliards d'euros au premier semestre 2015, ce bon score ne doit pas occulter le risque de concentration. « On

constate un effet « winner takes all », les vingt premiers acteurs concentrent 50 % de la collecte cette année, a ainsi constaté Jean-François Bay. Alors qu'on dénombre 674 sociétés de gestion obligataires, 50 % des encours sont gérés par 25 acteurs. » Ce phénomène de concentration est encore plus manifeste chez les ETF, produits emblématiques de la promesse de liquidité permanente. « Les 100 premiers ETF représentent 74 % des actifs et 64 % des flux, a ainsi indiqué Jean-François Bay. Pour les autres ETF, où les frais de gestion sont plus élevés et le marché plus étroit, l'investisseur cumule potentiellement des inconvénients. » Un exemple frappant a été fourni dans la semaine même où se tenait l'UEAM avec le « lundi noir » d'août 2015, environ 800 fonds américains se révélaient incapables de servir les ordres passés. Et Jean-François Bay d'alerter sur la « vraie-fausse liquidité » des ETF. Lorsque la fourchette entre l'offre et la demande n'est plus de 1 % mais de 10 voire 30 %, l'investisseur a certes une porte de sortie, mais à quel prix !

### **Le cas particulier des fonds de fonds**

Comme l'a démontré la crise de 2007/2008, l'appréhension de la liquidité est un sujet primordial dans la multigestion. Faute de quoi, l'investisseur est exposé à un « risque au carré » selon l'expression de Frédéric Bensimon, Analyste-gérant chez Convictions AM. Bien évidemment, le gérant d'un fonds de fonds doit analyser la liquidité des fonds dans lesquels il investit. « Pour se faire il doit constamment s'assurer de l'adéquation entre le passif du fonds géré, le mandat du client, et la liquidité du portefeuille, autrement dit celle des fonds dans lesquels il est investi. Il s'agit tout d'abord d'analyser la liquidité opérationnelle du fonds : fréquence de valorisation, périodes et préavis de rachats. Il faut vérifier l'existence de gates, c'est-à-dire la possibilité de bloquer ou de réduire le montant des rachats si ceux-ci dépassent 10 % de l'actif net du fonds. « Mais il est déterminant d'estimer la liquidité ex ante de ces fonds. L'analyse détaillée du portefeuille est essentielle. En effet, un fonds constitué que d'obligations émises par des Etats de pays développés sera plus forte que celle d'obligations de crédit à haut rendement, ou de crédit bancaire dont le processus de cession peut règlementairement nécessiter 10 à 60 jours » a expliqué Frédéric Bensimon.

Il a aussi rappelé l'importance pour le multi-gérant de connaître les codétenteurs des fonds sous-jacents, ce qui fournit de précieuses indications sur leur comportement potentiel en période de crise.

Un fonds détenu majoritairement par un institutionnel important n'aura pas le même risque de liquidité qu'un autre fonds dont les actifs sont plus éparpillés. En conclusion, la bonne gestion d'un fonds de fonds suppose donc de modéliser le comportement du fonds en cas de stress de marché. « Nous utilisons des indicateurs de liquidité avancés comme le marché des CDS pour certains actifs. La création d'un système de notation d'évaluation de liquidité du fonds mise en place d'un rating de liquidité standardisé, à l'image du SRRI (Synthetic Risk and Reward Indicator) pour le risque, serait une idée intéressante, notamment en terme de communication », a plaidé Frédéric Bensimon.

### **Quels outils et quels indicateurs pour demain ?**

Pour assurer la liquidité des actifs, rien ne vaut un marché transparent, réglementé et une compensation centrale, a insisté Marc Lefèvre, Directeur du listing d'Euronext en Europe. « Nous voulons être la plateforme où se forme le prix, grâce à la diversité de nos flux ou à notre faculté de commanditer à tout moment des supplemental liquidity providers (SLP) pour apporter de la liquidité au marché », a-t-il souligné. La transparence « urbi et orbi » est un souci partagé par Dominique Ceolin qui, lors de son intervention, s'est dit fermement opposé

aux fameuses dark pools. Quoi qu'il en soit, la liquidité est un sujet de place pour la gestion d'actifs française. L'Association Française de la Gestion Financière l'AFG, œuvre sur ce thème depuis plus d'un an. « Nos deux premiers axes de travail se matérialiseront par une charte d'ici la fin de l'année, a expliqué Olivier Corby, Président du Comité risques de l'AFG. Il s'agira d'une part de donner, non pas une méthode standard mais une boîte à outils de cinq ou six méthodes d'évaluation du risque de liquidité, et d'autre part de définir une quinzaine de bonnes pratiques pour une bonne gestion du risque de liquidité comme par exemple se poser la question de la capacité d'un fonds lors de son lancement si celui est sur des classes d'actifs plus sensibles.

Un autre chantier de l'AFG consiste à s'assurer que les fonds français sont aussi bien outillés que leurs homologues européens pour gérer le risque de liquidité, rejoignant les préoccupations du régulateur, représenté par son Secrétaire Général Adjoint, Xavier Parain. « Avec des encours qui atteignent 80 000 milliards de dollars soit une fois et demi le PIB mondial, la gestion d'actifs a clairement atteint dans certaines zones une taille systémique, c'est-à-dire qu'elle pourrait déclencher en cascade des problèmes affectant l'économie, estime-t-il. Or, à l'inverse des banques et des compagnies d'assurance qui sont soumises à des normes prudentielles, la gestion d'actifs échappe encore à un cadre réglementaire contraignant dans certains pays. La régulation du secteur est encore parfois naissante comme aux Etats-Unis, notamment sur l'usage des dérivés. Elle est beaucoup plus complète en Europe avec toutes les initiatives prises à la suite de la crise financière, même si elle reste à mettre en application comme les réglementations EMIR\* ou de MIF2\*. » Toutefois selon Xavier Parain, le régulateur manque encore parfois d'informations sur certaines positions décidées par les gestionnaires d'actifs et notamment les critères qu'ils ont retenu pour vérifier leur éligibilité. Il a aussi insisté sur le fait que l'AMF se veut vigilante sur les nouvelles classes d'actifs qui pourraient être sélectionnées par les gérants dans un contexte de taux bas, porteuses de risques encore mal connus et qu'il faut appréhender en s'assurant qu'elles sont autorisées dans la stratégie proposée à l'investisseur. Selon le régulateur la capacité d'anticipation des acteurs est essentielle. « Aujourd'hui, la panoplie d'instruments à disposition des gérants pour face aux périodes de crise de liquidité semble satisfaisante (side pockets, gates) mais il manque des outils en ce qui concerne la modélisation des risques de liquidité à venir, via des stress tests par exemple. Les premiers reportings AIFM\* ont plutôt montré que les pratiques des sociétés de gestion sur les stress tests étaient très hétérogènes. »

Si la gestion d'actifs ne peut échapper à la réflexion sur la liquidité des marchés, anticiper la prochaine crise de liquidité est un autre problème. « Les crises sont récurrentes mais, presque par définition, impossibles à anticiper, a estimé Philippe Delienne, Président de Convictions AM. Dans de pareilles périodes, les modèles financiers ne fonctionnent plus, parce que les acteurs du marché ne sont plus rationnels. Il nous faudrait sans doute mieux intégrer les acquis de la finance comportementale. » Quelles bonnes pratiques pour l'asset manager en période trouble ? « Préférer les options de vente aux ordres stop loss pour protéger son portefeuille et conserver une vision de long terme, résume Philippe Delienne. Lorsque survient la crise, on sait que tôt ou tard les autorités réagiront : on a alors besoin de davantage de calme que de liquidité. »

*\*EMIR : Market Infrastructure Regulation, réglementation qui vise à réguler les marchés de produits dérivés négociés de gré à gré*

*\*MIF2 : Deuxième directive européenne sur les marchés d'instruments financiers*

*\*AIFM : Alternative Investment Fund Manager, directive qui vise à fournir un cadre réglementaire aux gestionnaires de fonds alternatifs*